



Strategia d'investimento

- Indicatori dell'Asset Allocation
- Strategia d'investimento
(asset classes, valute, duration obbligatorie)

STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Indicatori dell'asset allocation

Indicatore	Situazione attuale	Aspettative tra 3 mesi
Congiuntura	Ripresa	Crescita moderata
ISM index (USA)	in discesa	consolidamento
Consumer confidence (USA)	in ascesa	in ripresa
PMI index (Euroland)	in rialzo	consolidamento
Condizioni monetarie	Neutrali	Favorevoli
Liquidità (M2/M3)	crescita debole	
Yield curve	regolare	movimento laterale
Corporate spread	stabile	stabile
Valutazione azioni	Corretta	
P/E	neutrale	
Earnings yield gap	sottovalutato	
Dinamica degli utili	In rallentamento	In rallentamento
EPS momentum	consolidamento	consolidamento
Sentimento	Positivo	
Indice VIX (volatilità)	al ribasso	
Bear ratio	stabile	

Strategia d'investimento

I nostri indici precursori ci dicono che la congiuntura sarà ben intonata per i prossimi mesi, anche se un'accelerazione verso una crescita del PIL dei paesi occidentali oltre il loro potenziale appare improbabile. È possibile che il meglio della ripresa economica sia alle spalle, ma non crediamo che la tendenza positiva sia in pericolo. Ci sono indubbiamente molti problemi sul tappeto, dall'eccessivo indebitamento in Occidente alla difficile transizione verso la democrazia dei paesi mediorientali, ma il circolo virtuoso, alimentato dalla creazione di nuovi posti di lavoro negli Stati Uniti, pur facendo registrare cifre minori rispetto alle precedenti riprese economiche, garantisce più stabilità.

La duration delle obbligazioni governative viene tenuta bassa, più interessanti i corporate su debitori con rating non eccelso, grazie ai loro tassi facciali elevati che formano un cuscinetto contro un aumento dei rendimenti e alla qualità delle aziende, con probabili riduzioni dello spread rispetto ai governativi. Interessante con queste motivazioni anche l'area emergente. Consigliamo di prendere profitto sulla parte lunga della curva dei rendimenti governativi, con il decennale in euro e in US\$ vicino al 3%.

Gli ottimi risultati trimestrali, hanno dimostrato ancora una volta che le aziende sono il segmento economico più in salute, con basso indebitamento, forte generazione di cash flow e alta redditività. È probabile che sarà difficile nei prossimi trimestri mantenere a questi livelli i margini operativi, ma è indubbio che le alternative d'investimento (mercato monetario e obbligazioni governative dei paesi sviluppati) sono messe molto peggio. Come espresso il mese scorso crediamo che l'indice S&P 500 possa raggiungere nuovi massimi in area 1400. nel contempo i numerosi punti interrogativi sul tappeto, ci consigliano di continuare a coprire attraverso strutture in opzioni o eventualmente, in portafogli sbilanciati, diminuire la quota azionaria.

In questi momenti d'incertezza, la diversificazione valutaria per i portafogli euro è auspicabile. La lira turca rimane sotto pressione, a causa dell'aumento del deficit del current account e malgrado altri dati economici molto positivi e l'importante carry. A medio termine, crediamo che questi argomenti dovranno prevalere. Il rublo è interessante e dimostra maggior indipendenza rispetto ai movimenti del dollaro USA. La forza dell'euro contro US\$ è stata favorita dalla politica monetaria più aggressiva della BCE rispetto alla Fed, anche se le rinnovate paure sul debito greco hanno causato un repentino storno. I fondamentali di entrambe le valute restano deboli, per cui preferiamo indirizzare i nostri investimenti altrove, come il peso messicano o lo yuan.



STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Asset Classes

Asset Classes	Strategia	Cambiamento
Liquidità *)	😊	↑
Obbligazioni	😞	→
Azioni	😞	↓
Strumenti alternativi	😡	→

*) Parte della liquidità può essere investita in operazioni tattiche (di trading) su attivi più rischiosi, prevalentemente azioni

Valute

Valute	Strategia	Cambiamento
Euro	😞	↓
Dollaro USA	😞	→
Franco svizzero	😡	→
Altre *)	😊	↑

*) Lira turca, rublo, peso messicano, yuan

Duration segmento reddito fisso

Valute	Duration consigliata	Breve (<2 anni)	Medio (2-5 anni)	Lungo (>5 anni)
Euro	2.75	😊😊	😡😡	😡
<i>Cambiamento</i>		↑	→	↓
Dollaro USA	2.75	😊😊	😡😡	😞
<i>Cambiamento</i>		↑	→	↓
Franco svizzero	2.75	😊😊	😡😡	😡
<i>Cambiamento</i>		↑	→	↓

Legenda:

- fortemente sovraponderare = 😊😊

- sovraponderare = 😊

- neutrale = 😞

- sottoponderare = 😡

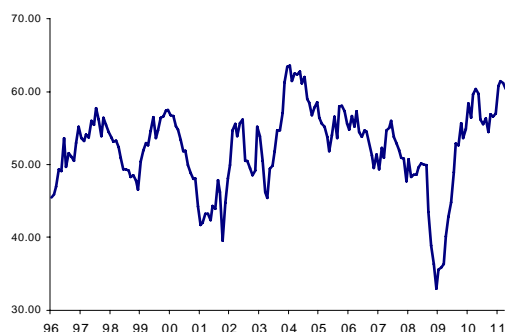
- fortemente sottoponderare = 😡😡

Cambiamento rispetto alla situazione precedente : ↑ → ↓



Primo indicatore: la congiuntura

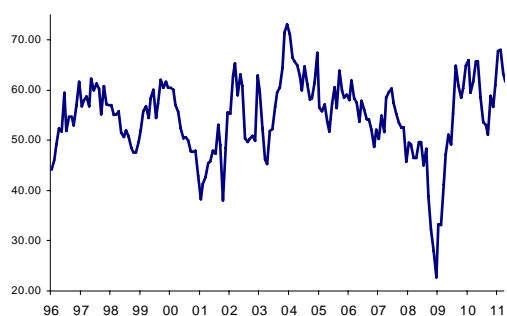
USA: ISM Index



Fonte: Bloomberg

L'indice ISM (inchiesta sulle prospettive economiche effettuata tra i direttori agli acquisti statunitensi) continua il suo trend di crescita rapida, fissandosi ancora sopra quota 60. L'indice è sospinto dai livelli elevati delle componenti produzione e nuovi ordini. Da evidenziare l'aumento della componente nuovi impieghi che registra nei primi 4 mesi del 2011 un aumento che non si vedeva da anni.

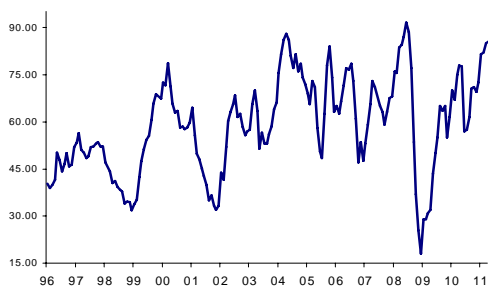
USA: ISM Index – Componente nuovi ordini



Fonte: Bloomberg

I nuovi ordini sono scesi di misura, ma si attestano comunque sopra quota 60 e segnalano che l'ottimo momento della congiuntura continuerà anche nei prossimi mesi, anche sorretto dalla necessità di ripristinare le scorte ancora a livelli modesti.

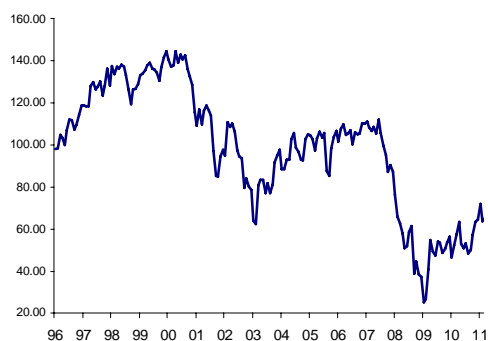
USA: ISM Index - Componente prezzi



Fonte: Bloomberg

L'indice dei prezzi rappresenta la nota stonata anche in questo mese, con le aziende interpellate che vedono salire il conto per materie prime e prodotti semilavorati. Il rischio, malgrado l'alta efficienza delle società, risiede nel pericolo di vedere margini operativi scendere nei prossimi trimestri.

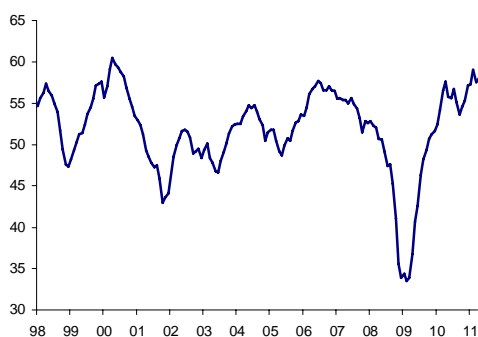
USA: Fiducia del consumatore



Fonte: Bloomberg

La fiducia del consumatore continua a trasmettere risultati contrastanti, con il miglioramento dell'occupazione che non è abbastanza forte per controbilanciare l'effetto negativo sul reddito disponibile, causato dall'aumento dei derivati del petrolio e in minor misura anche degli alimenti. Anche la diminuzione del valore degli immobili, anche se potrebbe essere limitato nel tempo, aumenta il senso d'incertezza del consumatore che vede la sua ricchezza diminuire. Difficilmente dovremmo assistere a un miglioramento tangibile del consumo privato.

Eurolandia: PMI Index



Fonte: Bloomberg

Il PMI manifatturiero della zona euro è salito leggermente. Il miglioramento è da attribuire al sensibile aumento di Francia e Germania, mentre Spagna e Italia hanno registrato una contrazione rispetto al mese precedente. Alla base dell'aumento la crescita delle componenti produzione e scorte, in discesa quella nuovi ordini. In conclusione vediamo un rilassamento della congiuntura nella seconda parte dell'anno, a causa delle misure di austerità e del difficile momento delle economie periferiche.

Prospettive sulla crescita economica

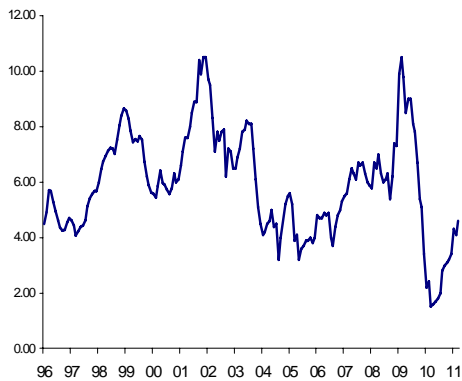
I nostri indici precursori ci dicono che la congiuntura sarà ben intonata per i prossimi mesi, anche se un'accelerazione verso una crescita del PIL dei paesi occidentali oltre il loro potenziale appare improbabile. È possibile che il meglio della ripresa economica sia alle spalle, ma non crediamo che la tendenza positiva sia in pericolo. Ci sono indubbiamente molti problemi sul tappeto, dall'eccessivo indebitamento in Occidente alla difficile transizione verso la democrazia dei paesi mediorientali, ma il circolo virtuoso, alimentato dalla creazione di nuovi posti di lavoro negli Stati Uniti pur facendo registrare cifre minori rispetto alle precedenti riprese economiche, garantisce una significativa stabilità che si tradurrà in una moderata crescita dei consumi. In questo contesto è importante la discesa delle quotazioni delle materie prime che andrà ad alleviare la fattura dei consumatori, in primis dei costi energetici.

In Asia registriamo un problema di forte crescita e soprattutto di elevata inflazione. Le banche centrali hanno reagito in generale in modo tempestivo. La situazione peggiore è quella indiana, dove la Reserve Bank of India ha di recente aumentato l'intensità dei rialzi dei tassi d'interesse, avendo in precedenza sottovalutato l'entità del problema.

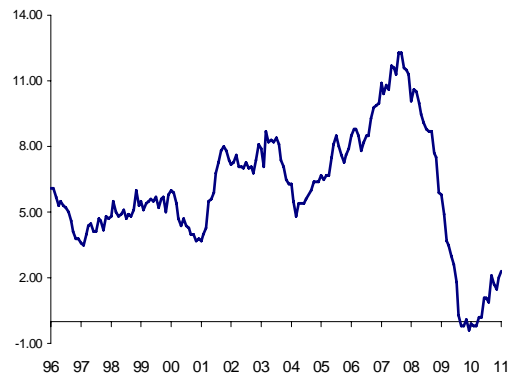
Secondo indicatore: condizioni monetarie

A) Massa monetaria

USA: M2 (crescita annuale)



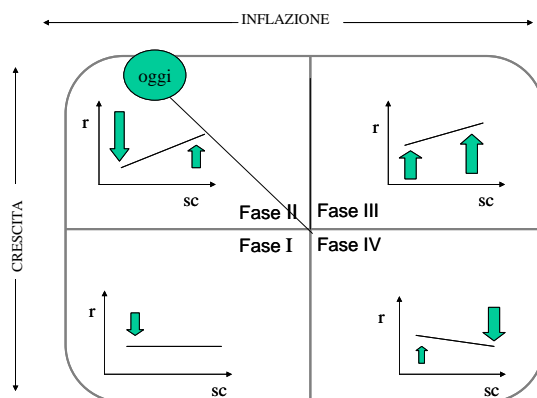
Eurolandia: ECB M3 (crescita annuale)



Fonte: Bloomberg

Anche se ancora fragile, registriamo un'accelerazione nella crescita dei prestiti alle economie domestiche e alle aziende, stimolata dalla forza della congiuntura europea. Di pari passo anche l'andamento della massa monetaria M3 mostra una tendenza positiva. Anche negli Stati Uniti l'aggregato monetario è in ripresa, anche se la domanda di prestiti da parte dei privati ancora langue, rendendo poco efficace il meccanismo di trasmissione monetario a supporto della ripresa congiunturale.

B) Scenario economico e Yield curve

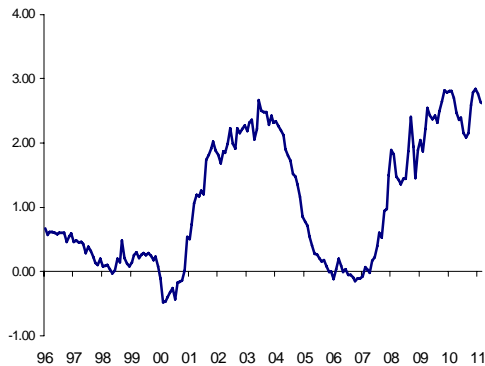


L'inflazione in Europa si mantiene al di sopra del limite tollerato dalla BCE. Per il momento, malgrado l'aumento delle quotazioni delle materie prime, il rincaro nel modo occidentale dovrebbe essere sotto controllo, in quanto il costo del lavoro, la variabile che storicamente ha innescato periodi di alta inflazione, non è in condizioni di esplodere, alla luce della disoccupazione ancora elevata e alla spada di Damocle rappresentata da un possibile dislocamento della attività produttive in paesi a basso costo del lavoro.

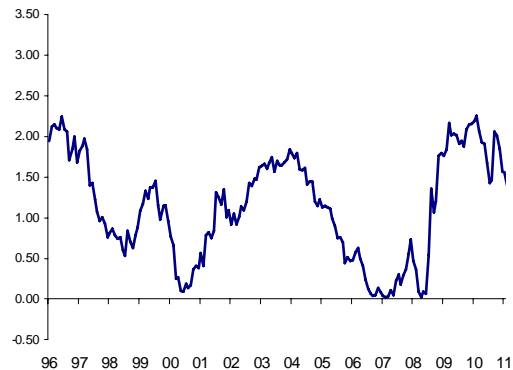
Utilizziamo quest'indicatore, in quanto esiste una chiara relazione tra lo scenario economico, espresso in crescita congiunturale e inflazione, con l'inclinazione della yield curve e l'andamento del mercato azionario. In questo contesto, la yield curve è definita come la differenza tra i rendimenti delle obbligazioni a 10 anni e i tassi d'interesse a due anni. Possiamo definire quattro fasi del ciclo congiunturale, a cui corrispondono quattro forme della curve dei rendimenti.

Yield Curve (differenza rendimento obbl. 10 – 2 anni)

Stati Uniti



Eurolandia



Fonte: Bloomberg

La duration delle obbligazioni governative viene tenuta bassa, più interessanti i corporate su debitori con rating non eccelso, grazie ai loro tassi facciali elevati che formano un cuscinetto contro un aumento dei rendimenti e alla qualità delle aziende, con probabili riduzioni dello spread rispetto ai governativi. Interessante con queste motivazioni anche l'area emergente. Consigliamo di prendere profitto sulla parte lunga della curva dei rendimenti governativi, con il decennale in euro e in US\$ vicino al 3%.

C) Obbligazioni: corporate spread

Credit spread obbligazioni corporate in EUR



Fonte: Bloomberg

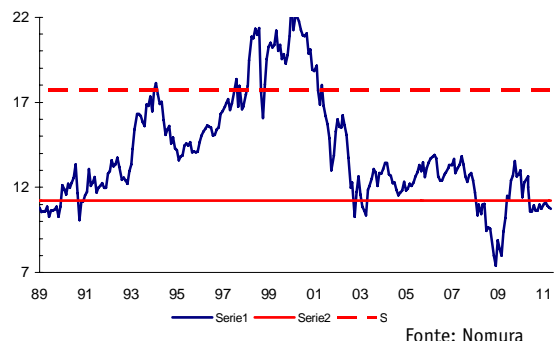
Gli spread sono rimasti relativamente stabili nell'ultimo mese, nonostante un certo allarmismo proveniente dal fronte greco. Continuiamo a credere che ogni allargamento sia un'opportunità di acquisto. Inoltre riteniamo che selettivamente, con gradualità e posizioni ben diversificate, i nomi high yield vadano accumulati.

Terzo indicatore: la valutazione dei mercati azionari

USA: P/E prospettico 12 mesi



Europa: P/E prospettico 12 mesi



Il multiplo di valutazione del mercato azionario statunitense si sta espandendo meglio che quello europeo. Probabilmente questo andamento è dovuto alle differenti politiche monetarie seguite dalle rispettive banche centrali. Dall'annuncio da parte della BCE, dell'intenzione di aumentare i tassi di riferimento, il P/E europeo è rimasto costante, mentre quello statunitense si è dilatato, grazie alla certezza che la Fed non andrà a inasprire la sua politica monetaria.

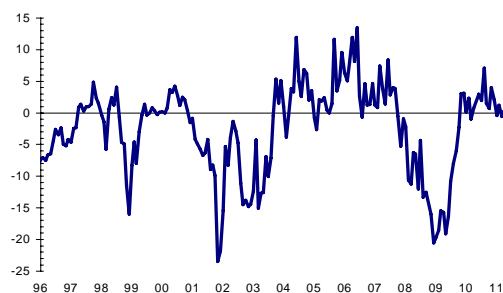
I multipli di valutazione possono sorreggere la performance degli indici, grazie alla possibilità di un aumento di 70-100 punti base, soprattutto se il prezzo del petrolio non supererà i recenti massimi.

Quarto indicatore: la dinamica degli utili (EPS Momentum)

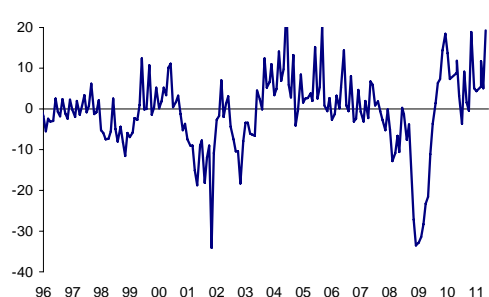
L'EPS Momentum statunitense si sta muovendo in direzione opposta rispetto a quello europeo, un motivo supplementare a supporto del migliore andamento dello S&P 500 rispetto agli indici europei. L'intensità delle revisioni al rialzo ci ha sorpreso, in quanto siamo tornati sui massimi storici, grazie a risultati trimestrali molto soddisfacenti. Nel prossimo futuro è difficile ipotizzare ulteriori miglioramenti, anche perché i margini operativi sono ai massimi degli ultimi anni e le aziende statunitensi avranno le loro difficoltà a proteggerli.

Definizione: l'EPS momentum indica il cambiamento della previsione degli utili aziendali nel tempo ed è espresso a lato come numero di revisioni degli utili al rialzo meno quelle al ribasso, il tutto diviso per il numero totale delle stime.

Europa: EPS Momentum



USA: EPS Momentum

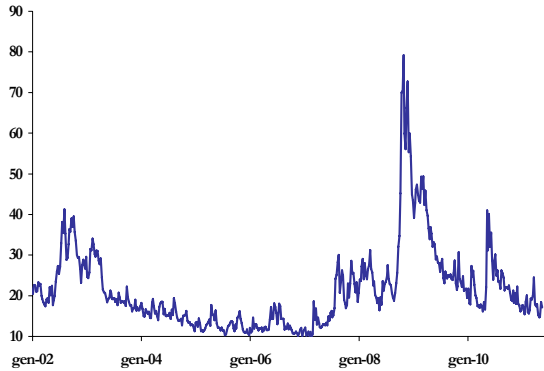


Fonte: Nomura



Quinto indicatore: il sentimento

Indice VIX (volatilità) sul CBOE

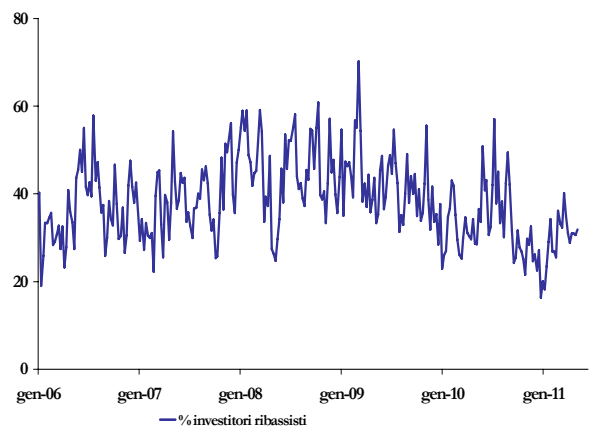
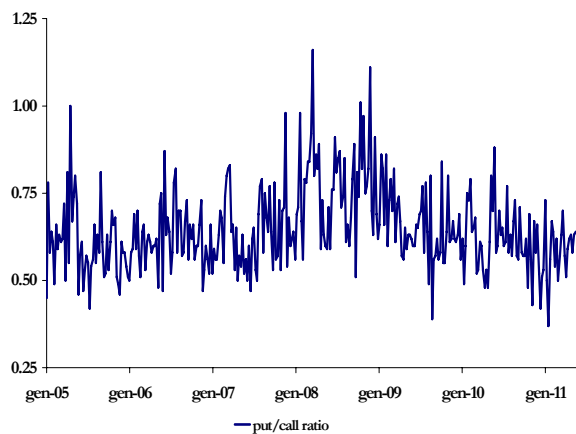


Fonte: Bloomberg

Nel mese in rassegna, siamo tornati a livelli di volatilità vicina ai minimi. Ci sono state alcune sedute di repentino aumento dell'indice VIX, ma in seguito è tutto rientrato. Con la volatilità sotto quota 20, le protezioni al portafoglio azionario sono a buon mercato.

L'indice VIX riflette una stima della volatilità futura dell'S&P 500, basata su media ponderata della volatilità implicita di diverse sue opzioni (differenti strikes e scadenze). La linea tratteggiata corrisponde all'indice S&P 500, da notare che ad alti valori del VIX è seguito un movimento della borsa al rialzo.

Put/Call Ratio e Investitori Bear sul mercato azionario statunitense



Fonte: Bloomberg

Sia la percentuale di investitori ribassisti che il rapporto put/call sono in posizione sostanzialmente neutrale e non offrono spunti di riflessione.

Il put/call ratio è ottenuto dividendo il numero del volume delle opzioni put con quello dei call. Un eccesso verso l'alto indica negativismo da parte degli investitori e un possibile rimbalzo del mercato azionario. Un valore basso può preludere a un movimento al ribasso. L'indicatore investitori bear mostra la percentuale di operatori ribassisti nell'ottica di 6 mesi. Un valore alto è associato con un pessimismo elevato sull'andamento borsistico.

